

线上加码布局，线下环比提速

买入 (维持)

2020 年 07 月 30 日

证券分析师 杨默曦

执业证号: S0600518110001

021-60199793

yangmx@dwzq.com.cn

研究助理 宗旭豪

zongxh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	5,262	6,283	7,517	8,918
同比 (%)	20.9%	19.4%	19.6%	18.6%
归母净利润 (百万元)	-356	1,294	1,567	1,887
同比 (%)	-135.5%	463.5%	21.1%	20.4%
每股收益 (元/股)	-0.23	0.82	0.99	1.19
P/E (倍)	-95.69	26.32	21.73	18.05

事件:

公司发布 2020 年中报, 20H1 实现营收 31.25 亿元 (+5.2%), 归母净利润 9.62 亿元 (+11.0%), 扣非净利 9.99 亿元 (+17.8%)。20Q2 实现营收 16.3 亿元 (+16.6%), 归母净利润 4.27 亿元 (+15.7%), 扣非净利 4.74 亿元 (+31.7%)。

公司以自有资金出资 8000 万元, 广州佰捷出资人民币 500 万元, 共同对麦优占增资, 增资完成后分别占广州麦优注册资本的 80/5%。

投资要点

■ **线上率先复苏, 线下渠道逐步改善。**20H1 公司实现营收 31.25 亿元 (+5.2%), 其中 Q2 实现营收 16.3 亿元 (+16.6%, 环比提速 21.4pct)。1) 分产品看, Q2 主品牌实现收入 8.98 亿元 (+9.6%, 环比提速 20.4pct), 关节护理品牌健力多实现收入 3.42 亿元 (+16.6%, 环比提速 27.1pct), LSG 国内 Q1 实现收入 0.48 亿元, LSG 合并抵消后 20H1 收入同增 26.2%。2) 分渠道看, 疫情后线上率先显示健康消费加速趋势, 20Q1/H1 线上分别同增 30.2/46.8%; 线下逐季改善, 20Q1/H1 线下分别同比下滑 12.3/4.4%, 降幅收窄。

■ **线下营销活动逐步加速投入, 非经常项目略有影响。**20H1 毛利率 65.5%(-2.5pct), 其中 20Q2 为 63.8%(-5.1pct), 主因是产品结构变化。20Q2 销售费用率 21.2%(-10.5pct), 主要是广告投放节奏和线下推广活动受疫情影响。公司“增强免疫力”系列公益广告已在主流机场、卫视、地铁屏幕等多个渠道上线, 吸引疫情后关注免疫力的消费者。20Q2 管理费用率 (含研发) 7.7%(-2.42pct), 主因是并购 LSG 产生的无形资产摊销减少; 因贷款偿还 20Q2 利息费用率下降 1.1pct。此外, 公司因退还珠海市金湾区三灶镇一块工业用地, 导致确认退地支出、闲置费共 0.45 亿元, 同时退回相应政府扶持金冲减其他收益 0.18 亿元。综上 20H1 公司实现归母净利 9.62 亿元 (+11.0%), 扣非净利 9.99 亿元 (+17.8%); 其中 20Q2 归母净利 4.27 亿元 (+15.7%), 扣非净利 4.74 亿元 (+31.7%)。

■ **增资麦优, 加大线上业务布局。**汤臣及广州佰捷分别对麦优增资 8000/500 万, 其中广州佰捷为公司分管电商业务管理层的持股平台。广州麦优是公司“汤臣倍健”品牌电商渠道总经销商, 从零开始搭建线上渠道, 并建立起较完善的电商运营体系。广州麦优积累了线上运作的全产业链经验, 搭建了完善的全网分销网络, 6 月汤臣品牌在淘系市占率达到 7.1%, 位居第一。从财务表现上看, 随着运营经验丰富, 其线上经营效益提高, 20 年 1-5 月实现营收/净利 5.8/0.6 亿元, 分别为 19 年全年的 51/73%。展望未来, 预计汤臣实现控股后将加快以消费者为中心的全链数字化系统建设, 提升整体渠道的营运资本效率。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	21.54
一年最低/最高价	13.88/23.60
市净率(倍)	5.29
流通 A 股市值(百万元)	19228.47

基础数据

每股净资产(元)	4.07
资产负债率(%)	24.02
总股本(百万股)	1581.02
流通 A 股(百万股)	892.69

相关研究

- 1、《汤臣倍健 (300146): 激活品牌力, 引领行业再恢复》2020-04-28
- 2、《汤臣倍健 (300146): 经营底部年已过, 适度激进再领航》2020-03-13
- 3、《汤臣倍健 (300146): 政策扰动年已过, 期待 20 年启航》2020-03-01

- **渠道裂变支撑产品矩阵，看好逐季改善趋势。**公司第二期股权激励计划已完成授予登记，进一步激发员工活力，人才结构加速升级。20 年公司通过经销商裂变构建适合多个大单品的新销售模式，利用“四大单品多头并进+形象产品双拳出击+明星产品加码”的产品矩阵重新激活 VDS、LSG 业务，启动 OTC 项目。20H2 我们看好汤臣作为行业龙头引领发展，迎接疫后健康需求。
- **盈利预测与投资评级：**预计 20-22 年公司收入分别为 63/75/89 亿元，同比+ 19/20/19%；归母净利润分别为 13/16/19 亿元，同比+463/21/20%；对应 PE 为 26/22/18X，维持“买入”评级。
- **风险提示：**产品竞争趋于激烈，原材料成本波动，食品安全风险。

汤臣倍健三大财务预测表

资产负债表 (百万 元)					利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	3808	4044	5468	6283	营业收入	5262	6283	7517	8918
现金	1822	1502	2658	3410	减:营业成本	1801	2158	2614	3138
应收账款	114	226	180	302	营业税金及附加	59	72	86	102
存货	742	799	1068	1174	营业费用	1650	1935	2315	2720
其他流动资产	1130	1516	1561	1397	管理费用	504	547	639	687
非流动资产	4523	4595	4675	4770	财务费用	11	-25	-37	-47
长期股权投资	171	150	126	116	资产减值损失	-1693	126	83	116
固定资产	828	934	1055	1179	加:投资净收益	18	53	41	41
在建工程	121	134	139	139	其他收益	26	-2	-2	-3
无形资产	902	885	864	840	营业利润	-465	1522	1856	2240
其他非流动资产	2500	2491	2490	2496	加:营业外净收支	41	40	36	39
资产总计	8331	8639	10143	11053	利润总额	-425	1562	1892	2279
流动负债	1757	1397	2107	1967	减:所得税费用	-10	281	341	410
短期借款	44	44	44	44	少数股东损益	-59	-13	-16	-19
应付账款	339	474	510	671	归属母公司净利润	-356	1294	1567	1887
其他流动负债	1375	879	1554	1253	EBIT	-457	1524	1840	2196
非流动负债	642	601	544	486	EBITDA	-206	1681	2013	2391
长期借款	308	266	209	151					
其他非流动负债	335	335	335	335					
负债合计	2399	1998	2651	2453	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	-61	-74	-89	-108	每股收益(元)	-0.23	0.82	0.99	1.19
					每股净资产(元)	3.79	4.25	4.79	5.51
归属母公司股东权益	5992	6715	7581	8707	发行在外股份(百万 股)	1582	1581	1581	1581
负债和股东权益	8331	8639	10143	11053	ROIC(%)	-7.7%	19.7%	22.2%	22.3%
					ROE(%)	-8.1%	18.4%	20.1%	20.6%
现金流量表 (百万 元)					毛利率(%)	65.8%	65.6%	65.2%	64.8%
					销售净利率(%)	-6.8%	20.6%	20.8%	21.2%
经营活动现金流	1537	589	2090	1773	资产负债率(%)	28.8%	23.1%	26.1%	22.2%
投资活动现金流	-249	-177	-215	-252	收入增长率(%)	20.9%	19.4%	19.6%	18.6%
筹资活动现金流	-1265	-730	-719	-769	净利润增长率(%)	-135.5%	463.5%	21.1%	20.4%
现金净增加额	24	-319	1156	752	P/E	-95.69	26.32	21.73	18.05
折旧和摊销	250	157	173	195	P/B	5.68	5.07	4.49	3.91
资本开支	332	93	104	105	EV/EBITDA	-155.86	19.36	15.42	12.64
营运资本变动	203	-773	441	-206					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>